

MULTILATERAL TRADING FACILITIES: casi italiani

Introduzione

Gli ultimi anni sono stati oggetto di un profondo cambiamento sia per i mercati e sia per il modo in cui i vari operatori svolgevano i propri servizi nei mercati stessi. In questo lavoro parleremo proprio di cosa e come è cambiato nel contesto operativo. In particolare, verrà trattata la direttiva che ha portato tutti questi cambiamenti, la “*Market in Financial Instruments Directive*”, o meglio conosciuta come MiFID.

Verranno messi in evidenza i caratteri peculiari e dunque le maggiori innovazioni che questa ha portato, confrontandola poi con la vecchia legge in vigore (ISD II) ed evidenziandone le divergenze. Vengono poi evidenziati gli obiettivi che tale direttiva si pone e i mezzi con cui cerca di raggiungere questi target; si cerca di dare maggiori garanzie e tutela ai piccoli investitori, considerati più deboli, e quindi viene imposto agli operatori di effettuare una classificazione della clientela con obblighi diversi a seconda della classe a cui appartiene il soggetto con cui si tratta.

Ricordiamo poi che l’obbligo di agire nell’interesse del cliente trascina dietro di sé altri obblighi tra cui quello di effettuare una valutazione sull’adeguatezza e sull’appropriatezza e discuteremo anche dei casi in cui questi non vanno effettuati. La MiFID delinea quindi uno scenario nel quale le regole di un intermediario variano in base ai servizi d’investimento prestati e quindi le tutele da “garantire” siano diverse a seconda del cliente e del tipo di servizio richiesto.

Toccheremo anche la disciplina che riguarda i conflitti di interesse e quella degli *inducements*.

Un altro aspetto innovativo della MiFID è il reinserimento della consulenza in materia di investimenti finanziari tra le attività riservate. Come sappiamo la consulenza era stata inserita tra le attività riservate nel '91 con la Legge sulle SIM (Legge n. 1/1991), ma poi questa con il Decreto Eurosim è stata spostata nella colonna delle attività accessorie per poi riessere considerata un'attività per la quale si deve richiedere specifica autorizzazione con la MiFID; cercheremo dunque di capire i motivi per cui si ha voluto questo ritorno al passato.

Passeremo poi a trattare il cuore di questo lavoro, ove tratteremo l'evoluzione dei mercati e quindi verranno presentati i caratteri distintivi di ciascuna *trading venue* per poi metterli a confronto ed evidenziarne le differenze.

In base alla normativa precedente, imperniata sull'obbligo di esecuzione degli scambi sui mercati regolamentati, l'obbligo di eseguire le negoziazioni alle migliori condizioni possibili per i clienti si presumeva adempiuto nel caso in cui le operazioni fossero state eseguite in un mercato regolamentato. Scopriremo che non sarà più così e tra i vari obblighi introdotti per gli operatori ci sarà quello di garantire al cliente il miglior risultato possibile (*best execution*) inteso come un insieme di fattori, selezionando ex ante un insieme di sedi di esecuzione e scegliendo quella migliore indipendentemente dal luogo di esecuzione dell'ordine prescelto. Da ciò deriva che l'operatore si deve dotare di una strategia di esecuzione degli ordini (*execution policy*), alla quale l'intermediario si deve sempre attenere.

C'è poi da dire che la caduta dell'obbligo degli scambi e la nascita di nuove piattaforme di negoziazione hanno fatto sentire l'esigenza di una maggiore informativa, e, come vedremo, il legislatore non ha esitato a

creare degli obblighi a carico degli operatori per estrapolare le informazioni necessarie sia agli investitori e agli operatori interessati a quei mercati e a quegli strumenti finanziari, sia per ricevere le informazioni utili per la vigilanza stessa. Quindi tratteremo sia degli obblighi informativi antecedenti la negoziazione, sia quelli post trade.

Prima di presentare la situazione degli MTF in Italia verrà fatto un breve excursus storico dell'affermazione degli MTF prima negli USA e poi in Europa; verranno dunque elencati gli MTF presenti in Italia e gli strumenti che essi negoziano e si farà un quadro generale dell'andamento di queste piattaforme nel corso degli ultimi anni per poi approfondire in dettaglio l'AIM Italia e l'EURO tlx che sono due mercati, il primo gestito da Borsa Italiana SPA mentre il secondo da EuroTLX SIM S.p.A., che si occupano rispettivamente di titoli azionari e di titoli obbligazionari.

Per quanto riguarda AIM Italia parleremo principalmente del tipo di aziende che si quotano e verranno poste le differenze che sussistono per quanto riguarda i requisiti di ammissione con MTA, i documenti e la durata della procedura; poi si parlerà delle migliori società che sono quotate in questo mercato e dunque dei volumi di negoziazione in particolare quelli relativi all'anno 2010 fino al dicembre dello stesso anno.

Nel trattare AIM Italia non si può fare a meno di trattare del Mercato Alternativo del Capitale visto che, secondo un avviso di Borsa Italiana dell'8 febbraio 2012, dal 1° marzo 2012 entrerà in vigore la disciplina del nuovo MTF AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, nato dall'accorpamento dell'attuale mercato "AIM Italia" e del "Mercato Alternativo del Capitale", con l'obiettivo di razionalizzare l'offerta di quotazione dedicata alle piccole e medie imprese. Per le società quotate su MAC, tra le altre cose, viene prevista una finestra di adeguamento per il periodo ricompreso tra il 1 marzo 2012 ed il 31 dicembre 2012 assistita da una specifica disciplina transitoria.

Vi sarà poi un breve confronto tra AIM Italia e AIM UK e di quest'ultimo verrà brevemente citata l'iniziativa che ha intrapreso al fine di attrarre più investimenti su tale piattaforma.

Per quanto riguarda EuroTLX ci sarà un lavoro un po' più tecnico e cercheremo di analizzare quale sia la microstruttura del mercato: il tipo di modello utilizzato, fasi ed orari di negoziazione, analizzeremo gli obblighi dei *liquidity provider*, *tick* di negoziazione e lotto minimo, etc..

Verranno poi trattate le linee guida che EuroTLX segue per quanto riguarda i titoli illiquidi e i controlli che vengono effettuati sui *liquidity provider*.

Vedremo quali titoli sono maggiormente negoziati, l'ammissione degli strumenti e i vari tariffari per gli intermediari che vi operano.

Verrà poi inserito, in allegato, un breve documento redatto da un mio ex collega universitario che ha lavorato in EuroTLX nel settore della vigilanza nel quale spiegherà come veniva effettuata la vigilanza e le mansioni a lui spettanti.